

流动性为何越来越淡定？

2021 年 04 月 22 日

■ **4 月缴税大月，流动性却如此淡定。**今年以来央行流动性操作保持“结构性紧缺”的特点，因此缴税节点是观测流动性“深度”的重要节点。有趣的是从以往来看，4 月一向是年内缴税大月，但货币市场利率并未出现类似前 3 个月的波动，市场表现得越来越淡定（图 1）。

■ **流动性为何如此淡定？**一个可能的解释是**财政收支**的原因：税收方面，3 月 31 日国常会再次加码减税，**预计今年减税幅度将新增超过 5500 亿元**，而且明确表示要继续压降非税收入（表 1）。政府债券融资方面，根据 wind 的统计口径截至 4 月 22 日国债和地方债净融资规模为 2770 亿元，处于近 5 年较低水平，今年 4 月政府税收收入和净融资规模预计处于近 5 年最低水平（图 2）。**财政支出**方面，今年截至 4 月上旬，新增专项债资金有约 22% 用于补充银行资本金，资金变相回流银行体系，这在以往年份并未出现过（图 3）。除此之外，债市杠杆率较低、3 月超储率相对较高都为 4 月“淡定”的流动性环境创造了客观条件（图 4）。

■ **宽松中的噪音，国库现金定存“加息”意味着什么？**上周五央行进行了今年第一季国库现金定存操作，中标总量 700 亿元，中标利率为 3%，较上一期（2020 年 11 月 27 日）上涨了 5bp，但值得注意的是**去年 11 月资金面要比当前更紧**，以 3 个月同业存单利率为例，当日股份行存单发行利率为 3.27%，而上周五这一利率为 2.55%，下跌了 72bp（图 5）。这一背离显示了**当前资金面宽松和银行负债端压力的背离**，部分银行在增加一般性存款方面存在不小的压力。

■ **资金面和负债端谁的方向是对的？**我们可以用贷款同比和一般性存款同比之差来代表银行面临的负债端压力，从图 6 中可以发现，**资金面（我们用 3 个月同业存单发行利率来表示）会受到银行负债端压力的影响**，但这一传导途径会受到央行货币政策的“干扰”：

■ **2017 至 2018 年：**2017 年金融去杠杆下银行负债端和资金面压力同时上升，但 2018 年受到内部经济下滑、外部贸易摩擦影响央行开启宽松周期，继 2018 年 1 月使用 CRA 临时降准工具后，4 月全面降准，资金面和银行负债端出现背离。

■ **2019 年底：**银行负债端压力上升，但由央行在 2019 年 11 月开始降息，2020 年 1 月降准，资金面再次与负债压力出现背离。

■ **2020 年底至今：**疫情后的低利率、权益市场火爆叠加财政存款大增，银行负债端压力再次显现，不过 12 月央行 9000 亿 MLF 的投放释放宽松信号，资金面和银行负债压力背离；1 月央行货币政策回归正常化，但 2、3 月份财政存款的大量释放再次使得背离发生。

■ **展望后市，央行保持“稳健”，资金面随负债端压力上升而收紧。**4 月的操作已经显示了央行保持资金面“结构性紧缺”的决心，股市出现反弹、“雪球结构”等结构性产品热卖，银行负债端压力还将持续，这样的环境下，叠加财政存款释放的“宽松红利”趋弱，政府融资的压力渐增，当前资金面的宽松不可持续。此外，值得警惕的是类“雪球结构”的产品变相提高了银行负债端的成本，这不利于维持贷款成本稳定的政策初衷，随着银行负债压力的上升，该类产品的整治可能会被提上监管日程。

■ **风险提示：**中国信用收缩过快导致经济超预期下滑、信用风险上升，央行再度转向宽松。地缘政治形势超预期恶化，央行被迫转向宽松缓解外部冲击对经济的影响。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210228：哪些受益，哪些受损？》2021-02-28

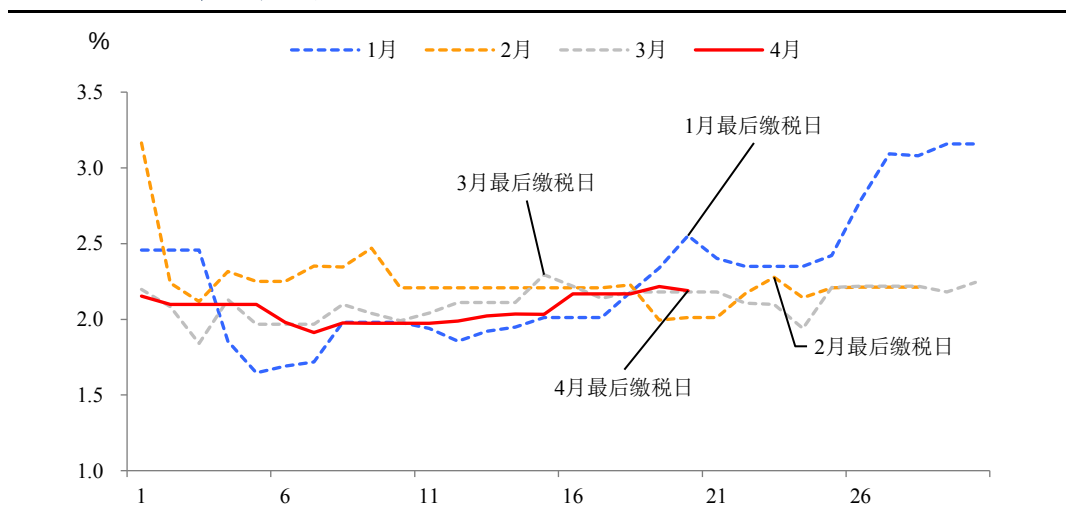
2、《宏观点评 20210226：“眼看他起高楼”——美债收益率大涨后还须注意些什么？》2021-02-26

3、《宏观点评 20210225：拜登基建投资计划最新十问十答》2021-02-25

4、《宏观点评 20210224：监管收紧下，地产债成色几何？》2021-02-25

5、《宏观点评 20210220：以史为鉴，美债利率怎样上行才会引发美股回调？》2021-02-21

图 1: 从缴税节点看当前的流动性环境



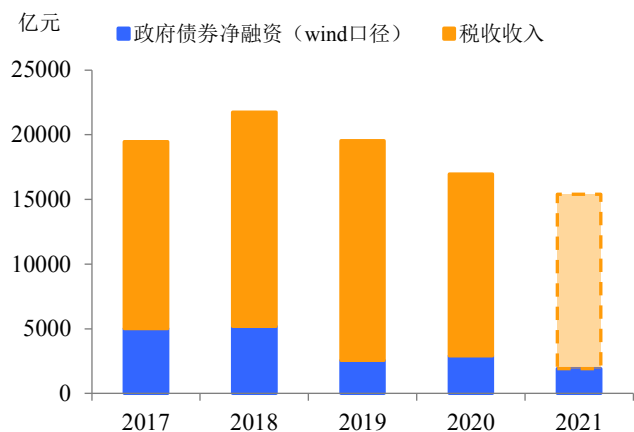
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 3 月 31 日国常会继续加码减税

生效时间	主要内容
2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日	对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元部分, 在现行优惠政策基础上, 再减半征收所得税
2021 年 4 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日	将小微企业、个体工商户等小规模纳税人增值税起征点, 由现行月销售额 10 万元提高到 15 万元
2021 年 4 月 1 日起	将运输设备、电气机械、仪器仪表、医药、化学纤维等制造业企业纳入先进制造业企业增值税留抵退税政策范围, 实行按月全额退还增量留抵税额
总结	上述政策加上已出台税收优惠政策, 预计全年新增减税超过 5500 亿元

数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

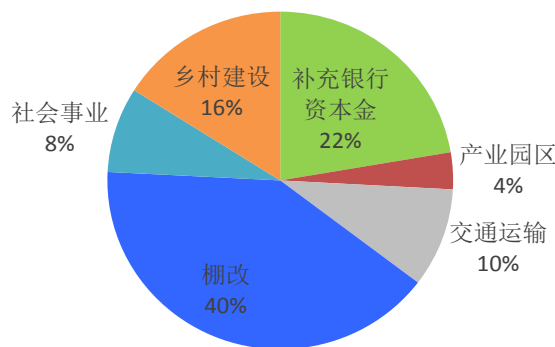
图 2：近 5 年 4 月税收收入和政府净融资规模



注：2021 年 4 月政府净融资截至 4 月 21 日，税收收入为估计收入。

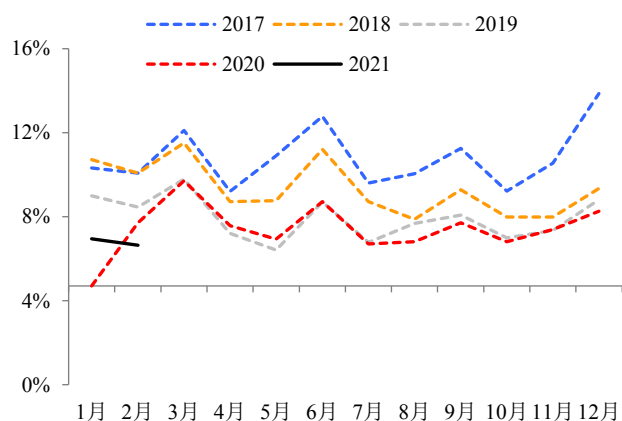
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2021 年新增专项债投向（截至 4 月上旬）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：债市杠杆率处于较低的水平



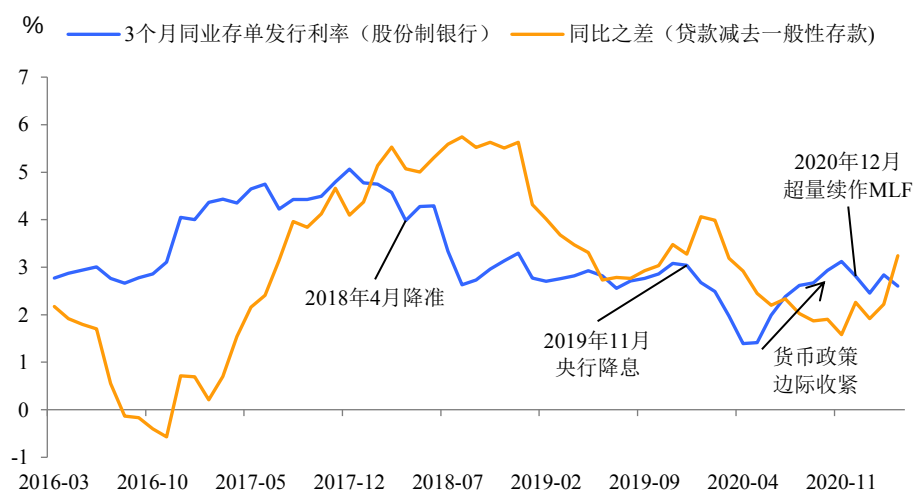
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：资金面和国库现金定存操作出现背离



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6: 在货币政策不表态的情况下, 银行负债端压力将向资金端传导



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18920

